为什么 MMT 和债务货币化的讨论都没有触及本质

证券研究报告

2020 年 05 月 18 日

作者

宋雪涛 分析师

SAC 执业证书编号：S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

相关报告

政策是一种分配，分配和政治有关，政治需要平衡机制。财政和货币是分配天平的两端，财政代表政府，政府代表执政党的利益，货币代表央行，央行独立性是为了平衡执政党的私心。美国的货币/财政之所以会不断地模式转换，实际对应的是政治转换，是通过选举实现的平衡机制。

讨论 MMT 的边界，实际讨论的是政治问题、分配问题、约束问题。MMT 相当于把货币/财政的模式转换停止了，那么对于美国的政治体制来说，也要发生变化，否则分配的失衡会不断加大，最后导致政治失灵的问题。

美国的两党制要驾驭 MMT，除非两党在再分配政策和政治倾向上保持趋同，否则分配失衡会加大政治极化，民选出极左或极右的政府，结果就是在政治倾向上不断转换，代价是社会分裂、政治动荡。

MMT 从理论走向政策，它的边界或约束来自于内外政治。对内的最大政治是民意，对外的最大政治是主权债务风险，或汇率。过去投资者几乎不用考虑美国的主权债务风险，但如果美国 MMT 大幅发债扩表，则主权债务违约风险不再可以忽视。对于美元资产的投资者而言，代价就是要承受更高的波动率。

风险提示：美联储加速扩表；海外疫情持续反复严重拖累经济

关于 MMT，各方研究背景和立场不同，观点各异，不予置评，只谈谈我们的看法。Eric Leeper 提出过一个简单的框架，把货币和财政分为主动和被动两个状态，主动就是要实现政策目标，而被动就是放弃政策目标，配合另一个政策。如果两者都主动，则没有均衡，如果都被动，则有多重均衡，如果一个主动一个被动，就是单一均衡。在美国货币和财政历史上，财政/货币的主动/被动状态是在不断转换的（regime switch），因此经济状态也是一个动态一般均衡。

表：货币和财政的动态一般均衡

Leeper&Traum	主动货币	被动货币
主动财政	没有均衡	听财政的——增长目标
被动财政	听货币的——通胀目标	多重均衡

资料来源：Fluctuating Macro Policies and the Fiscal Theory，天风证券研究所

那 MMT 是一个什么理论呢？MMT 认为，货币本质是一种持有人对财政主体（政府）的债权，在 MMT 的理论中，货币政策没有独立性，货币政策是财政政策的一部分，财政政策的目标是通胀和增长，因此 MMT 兼顾了传统货币政策目标（通胀）和财政目标（增长）。而在上面 Leeper 的框架里，MMT 理论其实是固定在“主动财政、被动货币”的单一均衡（右上角），同时财政的目标发生了变化（双重目标）。MMT 理论 90 年代就有，一直是小众理论，因为 90 年代美国还在高速增长，但金融危机后美国进入低通胀低增长的日本化，QE 不能解决增长问题，MMT 在这样一个背景下开始受到关注。

这时候再看中国，发现中国其实就是 MMT，中国货币政策的多重目标本来就包括增长，实际上货币也是财政的一部分。所以问中国要不要 MMT，要不要财政货币化，这都不是问题，不是不要就不存在，因为中国已经是了。那 MMT 是“没有赤字约束的赤字货币化”吗？当然也不是，MMT 只是个理论，而“赤字货币化”是个政策，任何政策都是在多重约束、有限信息和各种动态博弈下做出的选择和权衡，中国能一直做 MMT，当然是因为有财政约束和赤字约束，不然通胀和汇率的压力会非常大。而支持和反对“赤字货币化”的人，争论焦点都在赤字约束，而不在货币化，这分明是另一个问题。

需要问的是，中国的 MMT 是怎么做的？为什么美国不是（或不能）MMT，而中国能 MMT？这些都是中性的问题，没有立场。而政治是带有立场的，所以对 MMT 的批判/支持，实际上是对 MMT 预设政治立场的批判/支持。那么 MMT 预设的是什么政治立场呢？我们先从政策开始，财政政策和货币政策的本质都是一种分配。财政分配很好理解，通过税收和转移支付是各部门之间再分配。而货币分配其实很隐晦，货币是持有人对央行的债权，通过扩张和紧缩，货币购买力的上升和下降是对货币持有人的财富再分配（这点其实是货币政策和各个央行一直在极力回避的，因为和央行独立专业的形象不符）。

政策是一种分配，分配和政治有关，政治需要平衡机制。财政和货币是分配天平的两端，财政代表政府，政府代表执政党的利益，货币代表央行，央行独立性是为了平衡执政党的私心，所以回到上面 Leeper 的框架，美国的货币/财政之所以会不断地模式转换（regime switch），实际对应的是政治转换，这种政治转换是通过选举来实现的平衡机制。而 MMT 相当于把货币/财政的模式转换停止了，那么对于美国的政治体制来说，也要发生变化。而中国和美国在政治制度上不同，中国的货币和财政决策都在国务院，中国实现了政策、分配和政治的决策统一，MMT 产生了再分配的结果（通胀和增长），对于再分配的平衡，方向上依靠中央政府的政策调整（公平与效率的平衡，马克思主义政党的自我革新与自我超越），边界上有《预算法》和《中国人民银行法》的约束，以防再分配的失衡过大导致社会问题，以上是中国驾驭 MMT 的基础和方式。

讨论 MMT 的边界，实际讨论的是政治问题、分配问题、约束问题。前面说货币和财政都是一种分配方式，政治的转换带来分配方式的再平衡，所以才有了货币/财政不断地模式转换。而 MMT 是一种新的分配方式（模式不再转换，目标也发生变化），这需要政治制度的变革，否则分配的失衡会不断加大（以通胀和资产价格为路径），一方始终受益而另一方始终受损，最后导致政治失灵的问题。中国因为政策、分配和政治的决策统一，能够驾驭

MMT，但也需要自我纠偏的再平衡机制和法律约束。而美国的两党制要驾驭 MMT，除非两党在再分配政策和政治倾向上保持趋同（短期是很难的），否则分配失衡会加大政治极化，民选出极左或极右的政府，而且可能是左/右不断摇摆，因为 MMT 限制了货币/财政的转换，结果就是在政治倾向上不断转换，这是社会自发的平衡机制，这种平衡机制的代价是社会分裂、政治动荡。

MMT 从理论走向政策，它的边界或约束来自于内外政治。对内的最大政治是民意，如上面所说，民选政府下的 MMT 会形成政治倾向不断转换的自发平衡机制，造成社会分裂和政治动荡。对外的最大政治是主权债务风险，或汇率。由于美元是国际储备货币而人民币不是，所以 MMT 对于中国的外部约束要比美国大的多。过去投资者几乎不用考虑美国的主权债务风险，但如果美国 MMT 大幅发债扩表，则主权债务违约风险不再可以忽视，一旦主权风险上升，美元贬值、美债利率上行会逼迫美国政府紧缩财政。对于美联储而言，丧失独立性不是 MMT 的代价，而是实践 MMT 的方式，美联储的代价是要承担全球美元债权人的流动性，因为大家都把钱借给美国，美国要对大家的流动性负责。对于美元资产的投资者而言，政策不是免费的，代价就是要承受更高的波动率。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5074